

Crónicas políticas pág. 1

Compacto y destacado pág. 3

Elementos sobresalientes pág. 9

Novedades pág. 17

Qué se puede esperar pág. 21

Massot / Monteverde & Asoc.

20/12/05

inc@ba.net

El análisis político y económico de los doctores Vicente Massot y Agustín Monteverde

Lo que termina y lo que comienza

Al interrumpir por espacio de cinco semanas, poco más o menos, la entrega de este Informe, y conforme toca a su fin el año en curso, parece obligado ensayar, respecto del mismo, una suerte de resumen y compendio referido a la actividad política nacional.

Carecería de sentido que, al compás del propósito que acabamos de enunciar, intentáramos pasar revista a todos y cada uno de los hechos sobresalientes del 2005. Más bien, cuanto corresponde hacer es una selección de aquellos que representaron, por las razones que fuese, puntos de inflexión, al extremo de poder hablar —sin exageración ninguna— de un antes y un después. Porque acontecimientos a los cuales les quepa el calificativo de importantes, hubo muchos; pero que hayan obrado a la manera de hitos que inauguran una nueva etapa, apenas uno.

Si el poder resulta la dimensión por excelencia de la política, y si el poder en la Argentina se dirime dentro del peronismo, entonces el dato decisivo del 2005 fue la consagración electoral de Néstor Kirchner a expensas de Eduardo Duhalde en el pasado mes de octubre. El santacruceño —contra lo que creíamos muchos, a la postre equivocados— forzó una disputa, que el de Lomas de Zamora trató de esquivar en vano, y planteó las cosas en términos de todo o nada.

Ganar suponía dar de lado con el único enemigo estratégico que el presidente consideraba peligroso por su peso en el justicialismo y por las posibilidades —si salía bien parado de los comicios—

InC.

aspecto fundamental para el armado de su reelección.

de forjar entorno suyo una coalición opositora de cara al 2007. Vencerlo a Duhalde importaba varias cosas a la vez, a saber: 1) quebrarle el espinazo al aparato político más poderoso de la Argentina contemporánea; 2) clausurar la proyección futura de Eduardo Duhalde y su mujer; 3) erigirse como el nuevo jefe del peronismo, al cual el resto del movimiento le rendiría, desde entonces, pleitesía; 4) limitar cualquier plan en el que pudiera haber pensado Roberto Lavagna con base en ese aparato duhaldista de la provincia de Buenos Aires, cuyo desmembramiento Kirchner buscó por todos los medios, y 5) poder avanzar, sin ningún condicionamiento, sobre el primer distrito electoral del país,

Frente a este logro, cualquiera de los otros que legítimamente Néstor Kirchner puede considerar propios, empalidecen por dos razones diferentes: o bien porque no tienen nada que ver, cuando menos de manera directa, con el poder; o bien porque son fruto de la fortuna o, si se quiere, de la suerte y no de su voluntad. Por ejemplo, que la Argentina haya crecido durante dos años consecutivos al 9%, aproximadamente, es un hecho extraordinario que, sin embargo, no se ha debido tanto a la pericia del dúo Kirchner-Lavagna, como al viento de cola que ha impulsado a la economía mundial. No apunta lo dicho a desmerecer la parte que al santacruceño y a su ex-ministro pudiera corresponderles en la factura de tamaño éxito, sino a destacar que el crecimiento planetario ha sido de tan magnitud que hasta Haití ha mostrado una perfomance nunca antes vista. Kirchner se benefició, quizá como ningún otro presidente argentino desde 1946, pero en ello tuvo más que ver su estrella que su voluntad. En cambio, la decisión de arriesgar a suerte y verdad en "la madre de todas las batallas" su poder presidencial, fue sólo suya y puso en evidencia su temple de político. Podría haber buscado un acuerdo de compromiso desde una posición de fuerza —que Duhalde seguramente hubiera aceptado- pero prefirió ir por todo. Ello le permitió apropiarse de algo mucho más importante que la banda y el bastón presidenciales: la jefatura del peronismo que hasta las elecciones de octubre estaba acéfala.

Ahora puede ufanarse de su condición de primer magistrado y líder absoluto del justicialismo. Si a lo expuesto se le suma el superávit fiscal que detenta, el viento de cola económico que no cesa y la inanidad de la oposición que carece de poder, a Kirchner se le han dado todas las condiciones para preparar su reelección sin demasiados problemas en el transcurso de un año bisagra como será el 2006.

InC.

Por de pronto no habrá elecciones estratégicas de ninguna naturaleza, esto es, ni para renovar cargos ejecutivos ni para elegir cámaras parlamentarias. No habrá tampoco vencimientos de carácter financiero de esos que podrían hacer trastabillar a un gobierno arrinconado por compromisos impagables. Por fin, no parece que la bonanza económica mundial vaya a mermar. Es cierto que la Argentina ya no crecerá al 9%, pero hacerlo al 6% sigue siendo un logro rarísimo en la serie histórica del país de los argentinos.

En este orden de cosas y tratando de adelantarnos al año próximo, tres preguntas son de rigor y de alguna manera, si están bien formuladas, preanuncian las cuestiones fundamentales del 2006: ¿Querrá Kirchner ser reelecto? ¿Deseará poner las bases de un tercer movimiento de masas —después del irigoyenismo y el peronismo— que lleve su nombre y le sirva como instrumento de dominación política mas allá del 2007? Por último, ¿podrá poner en caja a la inflación? Quedan planteadas para retomarlas, Dios mediante, a comienzos de febrero.

Feliz Navidad y un prospero año para todos.

Compacto y destacado

- Veníamos advirtiendo desde hace seis meses la posibilidad de que se aplicaran reservas del BCRA para pagarle al FMI.
 - El FMI, en su última evaluación sobre Argentina (Consulta del Artículo IV de julio de 2005), recomendó el uso de las reservas internacionales para la recompra de deuda con ese organismo.
 - El anuncio se produjo a las 48 horas de que Brasil se adelantara con su sorpresiva decisión de precancelar su deuda de U\$ 15000 MM con el Fondo.
 - La diferencia con la precancelación decidida por Lula es que ésta última obedece a la posición de solvencia de Brasil mientras que en el caso argentino está impulsada por una cuestión puramente emocional.
- > Se trata de una decisión encaminada exclusivamente a lograr efecto político.
 - Es antieconómica por su costo e innecesaria por completo.

M & A InC.

• La buscada autonomía del Fondo ya se alcanzó el año pasado, cuando Argentina no renovó su acuerdo y comenzó a pagar todos los vencimientos, sin reembolso del organismo.

- Para no estar sujeto a las condicionalidades del FMI bastaba con seguir cumpliendo con los vencimientos.
- Y la precancelación no evitará tener que cumplir condicionalidades similares que exige el Banco Mundial.
- Por otra parte, cabe destacar que las condicionalidades no escritas del financiamiento privado —al que habrá que recurrir en los próximos meses— son habitualmente mucho más exigentes que las que fijan los organismos multilaterales.
- Pero fundamentalmente, la decisión es peligrosa e inoportuna. Este brioso rebrotar de la inflación no era el momento más apropiado para debilitar el respaldo de la moneda con el único objeto de montar la enésima escena del gastado show antiimperialista. Fuegos de artificio.
- Sugestiva declaración de R. Rato: "Refleja la confianza del país de que su posición externa es lo suficientemente fuerte para ameritar un pago anticipado".
- Para el Fondo significa recuperar por adelantado y sin costo el 44 % de su cartera activa.
 - El FMI continuará realizando las auditorias anuales fijadas por el artículo IV de su carta orgánica.
 - A partir del año próximo "el dinero de los argentinos ya no se irá al FMI" (Kirchner). Se irá ahora mismo, sin nada a cambio.
 - "Si esto lo hubiera hecho la derecha o López Murphy, habrían pedido que los cuelguen en Plaza de Mayo" (N. Artaza).
- Sin pudor: fue ovacionado por gobernadores, políticos, empresarios, banqueros y sindicalistas.
- > Maltrato institucional.
 - Luego de ignorar la responsabilidad constitucional expresa del Congreso, se pide la ratificación parlamentaria del decreto de necesidad y urgencia.
 - Las autoridades del BCRA fueron sorprendidas con la decisión pocas horas antes de efectuarse el anuncio.
 - No había en juego un eventual perjuicio o beneficio que ameritara la sorpresiva y unilateral decisión.
 - La precipitación y lo inconsulto de la decisión han llevado a que deba demorarse su implementación por no contar con la debida ingeniería financiera y legal.
 - La ley de Administración Financiera impide reestructurar deuda si no implica una mejora plazo, tasas o montos. En este caso sólo se obtiene una mejora de plazos pero se encarecen las tasas y aumenta el valor presente de la deuda.

InC.

- Los legisladores oficialistas, en tanto, adelantaron la aprobación del proyecto a pesar de desconocer algo tan importante como la forma en que se instrumentará la precancelación y la afectación de las reservas.
- Contrario a los sostenido por el gobierno, la medida tiene impacto monetario. Como no podía ser de otra manera, si se tiene en cuenta que el pago representa prácticamente el 40 % de las reservas (38,9 % para ser precisos).
- Con los datos oficiales del BCRA disponibles al día del anuncio —no coincidían con las cifras "sujetas a ajuste" divulgadas por el gobierno)— se puede apreciar el fuerte impacto monetario.
 - A. La Base Monetaria al 12/12 era \$ 55156 MM.
 - B. Las reservas sumaban a esa fecha U\$ 25709 MM (no se entiende cómo puedan haber saltado al número "provisorio" de U\$ 26892 MM informado por el gobierno).
 - C. Si a las Reservas actuales les restamos los U\$ 9810 MM de pagos al FMI, quedan reservas remanentes por U\$ 16899 MM.
 - Si dividimos A por C, da un tipo de equilibrio de 3,264, lo que significa una desvalorización de 5,3 % respecto a los mentados 3,10.
- Pero a la Base hay que sumarle los pases (por su cortísimo plazo son equivalentes a las Ctas Ctes de Entidades Financieras, componente natural de la Base). Los pases al 14 eran \$ 4126 MM.

Esto da una Base Ampliada de \$ 59284 MM que, si la dividimos por C, da un tipo de cambio de equilibrio de 3,508. Esto es 13,2 % más que los 3,10 hablados.

No tomamos las LEBAC y NOBAC por ser de plazo más largo (aunque casi la mitad está colocada a menos de 90 días).

- ➤ Si bien no se aprecia como probable una corrida cambiaria, el mercado reconocerá tarde o temprano la nueva situación de equilibrio —el menor respaldo de la base monetaria— con los consiguientes costos en materia de inflación.
- Si no se recomponen con rapidez las reservas a través de un serio esfuerzo fiscal, habrá un importante castigo sobre los bonos y nuestra moneda. La recuperación genuina —no vía emisión— de las reservas es imprescindible para devolvernos capacidad de enfrentar una eventual corrida cambiaria o bancaria.
- La suba del dólar, además de impulsar la suba de los bienes transables, encarece el servicio de la deuda en moneda extranjera.

La deuda en moneda local crece, a su vez, al ritmo de la inflación: este año trepará unos U\$ 6200 MM (más unos U\$ 380 MM de pasivos del BCRA).

> Para disimular el avasallamiento del BCRA, el anuncio refiere a destinar reservas "de libre disponibilidad", figura aún inexistente y que hace pensar engañosamente en una suerte de

InC.

reservas en exceso. Pero hoy todas las reservas son indisponibles y actúan como respaldo de la moneda y los otros pasivos (letras) del BCRA.

- El supuesto excedente se refiere a las compras que vino haciendo el Banco Central para absorber el superávit cambiario.
- Pero nada puede sobrar ya que para realizar esas compras emitió pesos y expandió la base monetaria al mismo valor que se usa para el cálculo del aducido excedente.
- Para neutralizar la expansión de moneda, el BCRA ha reabsorbido ese pasivo no remunerado contra la emisión de un pasivo remunerado, constituido por las LEBAC y NOBAC.
- La experiencia histórica demuestra que comprar dólares con emisión, colocar deuda para absorber los pesos emitidos y posteriormente apropiarse de las reservas resultantes es una carretera de mano única que desemboca en inflación.
- ➤ Para reducir el impacto en las reservas proyectan colocar U\$ 3000 MM adicionales de deuda pública —cerca de U\$ 2500 MM serían aportados por Venezuela durante el primer semestre— y aplicar unos U\$ 2000 MM de lo que reúna el fondo anticíclico anunciado semanas atrás por Lavagna.
 - Venezuela ya adquirió U\$ 900 MM de bonos argentinos y se comprometió a comprar otros U\$ 300 MM antes de fin de año.
 - El gobierno solicitó sin éxito apoyo financiero a España y Brasil para efectuar la cancelación.
- ➤ El sugerido ahorro resultante de U\$ 842 MM es falso.
 - Surge de la diferencia entre el costo de la fuente de fondos (los créditos del FMI, con una tasa promedio de 4,6 %) y la remuneración obtenida por la aplicación de esos fondos (la colocación de las reservas en el BIS de Basilea, al 2,5 %).
 - En el mundo de las finanzas es inadmisible que se excluya del cómputo el costo de oportunidad de no aplicar esos fondos a cancelar otras obligaciones de mayor costo financiero ni el costo de nuevo fondeo al que se deba recurrir para recuperar las reservas usadas.
 - Mucho más inteligente hubiera sido usar las reservas para cancelar crédito caro, como el ajustable por CER. Los préstamos del Fondo que vamos a cancelar son como mínimo tres veces más baratos que los bonos ajustables.
- La creación de la categoría "reservas de libre disponibilidad" vislumbra una nueva pseudoconvertibilidad.
 - Limita la porción de las reservas considerada intocable al equivalente a la base monetaria valuada al tipo de cambio de mercado (el proyecto no establece ningún valor, sea fijo o flotante, de conversión).
 - Se fuerza la letra de la Carta Orgánica para aumentar los límites de asistencia crediticia al Tesoro.

InC.

- Actualmente la totalidad de las reservas son respaldo de los pasivos del BCRA, según lo establece el artículo 20 de la Carta Orgánica.
- La implementación de esta medida deja sin respaldo a la cartera de LEBAC y NOBAC, quitando la posibilidad de rescatar sin recurrir a emisión de moneda espuria esos pasivos. Esto provocará un mayor cortoplacismo de esas colocaciones y seguramente los inversores exigirán paulatinamente tasas superiores para mantener sus fondos en el BCRA.
 - o Rescatar las LEBAC y NOBAC demandaría unos U\$ 1000 MM menos que el pago al FMI.
 - Pero daría paso a una flotación cambiaria con pleno respaldo de divisas y acabaría con el peligroso régimen de sostenimiento artificial del tipo de cambio.
- Este desdoblamiento de las reservas podría llevar eventualmente a convertir en embargable el segmento de libre disponibilidad por parte de tribunales extranjeros.
- ➤ El BCRA pierde activos en divisas y a cambio recibe pagarés del estado: la transacción se instrumentará como un préstamo del Central al Tesoro.

El reemplazo de un activo por otro guarda las formas de que se respeta la Carta Orgánica.

➤ No hay desendeddamiento.

El Tesoro cambia deuda barata —fondos del FMI a una tasa promedio de 4,6 %— por otra más cara —títulos BODEN a tasas de casi el doble de los créditos multilaterales.

- Se emitirán series de BODEN 2012, 2015 y 2018, en principio en dólares. Esto implica un costo adicional de unos U\$ 450 MM en concepto de intereses.
- La deuda bruta permanece constante mientras que la neta (la relación con las reservas) aumenta.
- Podría haberse aplicado el mismo monto de reservas ha recomprar a precio de default la totalidad de la deuda con los holdouts. Con ello recuperaríamos nuestro status de inversión, dejaríamos atrás el riesgo de costosos juicios y embargos y se habrían cancelado tres veces más pasivos que pagándole al Fondo.

> Otras consecuencias.

- Ahora se requerirá más disciplina y superávit fiscal para recomponer genuinamente la deteriorada posición de reservas.
- Quedará suspendida la efectivización de U\$ 870 MM de créditos del Banco Mundial cuya desembolso está sujeto a la vigencia de un acuerdo con el FMI.
- Tanto los ahorristas que quedaron fuera del canje como las compañías de servicios públicos pierden un importante defensor.
- Además del consecuente menor respaldo que pasa a tener la moneda argentina, la medida genera desconfianza en los inversores ante la probabilidad creciente de que se siga dilatando una solución al congelamiento tarifario y los holdouts.



- La medida ocasionó un fuerte arbitraje entre pesos y dólares —especialmente por parte de los inversores extranjeros— en busca de refugiarse del riesgo de la moneda local.
- o Los bonos cayeron más de 3 % al día siguiente del anuncio.
- Los bonos más castigados son los largos por el aumento de la prima de riesgo mientras que son favorecidos los bonos en dólares o los de corto plazo ajustables por inflación.
- o El nivel de las tasas seguirá la evolución de la liquidez del mercado.
- Burla a la república: el mismo día del anunció los diputados dieron media sanción a un Presupuesto 2006 que ya sabían que no regirá.
 - La oposición intentó postergar la votación para después del anuncio presidencial pero el oficialismo se negó.
 - El Senado trataría sin cambios el proyecto esta semana.